97-84072-8

Moniteur des intérêts matériels

Le Retour à l'Or

[Bruxelles]

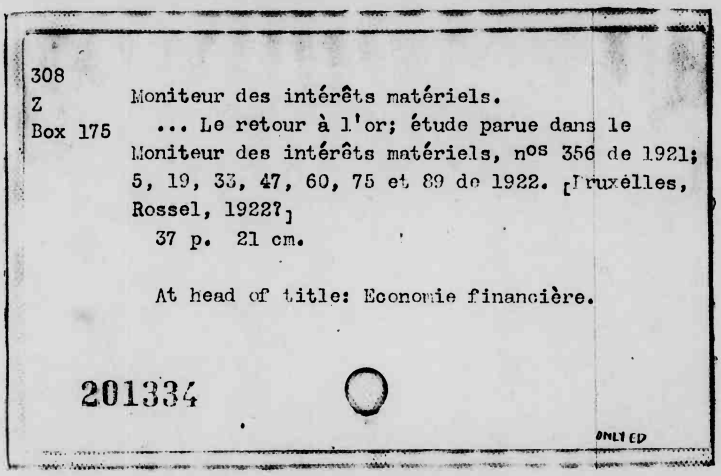
[1922?]

97-84072-8
MASTER NEGATIVE #

COLUMBIA UNIVERSITY LIBRARIES
PRESERVATION DIVISION

BIBLIOGRAPHIC MICROFORM TARGET

ORIGINAL MATERIAL AS FILMED - EXISTING BIBLIOGRAPHIC RECORD



RESTRICTIONS ON USE: *Reproductions may not be made without permission from Columbia University Libraries.*

TECHNICAL MICROFORM DATA

FILM SIZE: 35 mm REDUCTION RATIO: 9:1 IMAGE PLACEMENT: IA (IIA) IB IIB

DATE FILMED: 5/5/97 INITIALS: TLM

TRACKING # : 23694

FILMED BY PRESERVATION RESOURCES, BETHLEHEM, PA.

PRIX : 3 FRANCS

308
N
Box 115

Le Retour à l'Or

EN VENTE AU MONITEUR DES INTÉRÊTS MATÉRIELS
PARIS (IXe) : Rue Chauchat, 23
BRUXELLES : Place de Louvain, 27

Economie Financière

Le Retour à l'Or

Etude Parue
dans le
Moniteur des Intérêts Matériels
n^{os} 356 de 1921;
5, 19, 33, 47, 60, 75 et 89 de 1922.

CB Afa F.1525 - 46

gift
E.R.A. Seligman
7-12-24

AVANT-PROPOS

Les articles qui suivent ont été publiés par le Moniteur des Intérêts matériels *dans ses numéros 356 de 1921 et 5, 19, 33, 47, 60, 75 et 89 de 1922.*

Il a paru intéressant de les réunir au moment où se discute, à Gênes et ailleurs, sous des formes diverses, le problème monétaire international. Plus que jamais, ce problème apparaît comme une simple dépendance des problèmes économiques et commerciaux qui le dépassent. Plus que jamais la liberté apparaît pour ceux-ci comme la solution souveraine. C'est l'idée essentielle qui a inspiré ces pages.

LE RETOUR A L'OR

I.

La Redistribution des Réserves d'Or dans le Monde.

Le problème de la stabilisation des changes, dont il est si souvent question depuis quelques mois, n'est en réalité que le problème du retour à l'or comme instrument effectif des payements internationaux.

Ce retour est-il possible? A quelles conditions? Quels obstacles le rétablissement de cette monnaie internationale rencontrera-t-il sur son chemin? Telles sont les questions que nous nous proposons d'examiner pour les lecteurs du « Moniteur ». L'examen objectif des faits de la cause n'aurait-il pour résultat que de dissiper quelques illusions, qu'il mériterait néanmoins d'être tenté.

La distribution actuelle de l'or dans le monde doit évidemment servir de base à une telle étude. C'est cette distribution que nous avons représentée dans le tableau suivant, en la comparant à celle qui existait avant la guerre et au lendemain de l'armistice.

Ce tableau ne comprend que les pays pour lesquels des chiffres officiels ont été publiés et sont accessibles. C'est aux sources officielles que nous les avons puisés, en les convertissant en francs au pair métallique des diverses monnaies. Pour quelques pays pour lesquels les données sont particulièrement difficiles à obtenir rapidement (le Canada, l'Argentine, le Japon, les Indes), nous avons emprunté les chiffres publiés par le « Federal Reserve Bulletin », dont on connaît les beaux travaux statistiques (1). Les chiffres de 1921 se rapportent, sauf indication contraire, aux mois d'octobre et de novembre; ceux de 1913 et 1918, au 31 décembre de ces deux années. Notons, enfin, qu'il ne s'agit que de réserves « visibles » se trouvant soit dans les caisses des banques, soit dans les Trésors des Etats. Aucune tentative n'a été faite pour évaluer l'or thésaurisé par les particuliers.

Ce tableau est suffisamment éloquent par lui-même. Quelques brefs commentaires sont cependant nécessaires pour l'éclairer.

Le fait essentiel qu'il met en pleine lumière, c'est le déplacement des réserves visibles d'or au détriment de l'Europe et au bénéfice des belligérants et des neutres extra-européens parmi lesquels les Etats-Unis se placent en tête.

En 1913, les banques des neutres et des belligérants européens (y compris les empires centraux) détenaient ensemble 70 p. c. des réserves mondiales de métal jaune; ce chiffre est aujourd'hui réduit à 43 p. c.

(1) Cf. surtout les numéros de décembre 1920 et juin 1921.

Dans le même temps, le Japon, les Etats-Unis et la République Argentine ont attiré dans leurs réserves centrales 52 p. c. des réserves mondiales, contre 24 p. c. en 1913.

Ces 52 p. c. correspondent, d'ailleurs, à un chiffre de milliards très supérieur à celui que représentaient avant la guerre les 70 p. c. détenus par l'Europe : 18 milliards au lieu de 14.

Ce déplacement de l'axe monétaire mondial domine toutes les discussions relatives au rétablissement de l'étalon d'or. Depuis sept ans, un grand fleuve jaune s'est écoulé d'Europe en Amérique et au Japon, en sens inverse de celui qui, aux XV^me^ et XVI^me^ siècles, avait inondé l'Europe, et le dépassant de beaucoup par son ampleur. A trois siècles de distance, le vieux monde sous la pression de la guerre mondiale, a rendu au nouveau une partie des trésors que ses conquistadors étaient venus lui arracher par le fer et par le feu. Les reverra-t-il jamais? C'est là tout le problème.

* * *

Comment cet écoulement s'est-il produit?

Par déplacement direct des réserves? Dans une très faible mesure. En 1921, les réserves visibles européennes atteignent 15 millions et demi, contre 14 millions en 1913. Elles ont donc plutôt augmenté.

Seulement, dans le même temps, les réserves **globales** du monde s'accroissaient singulièrement : leur chiffre de 20 milliards en 1913 passait à 31 en 1918 et à 35 à la fin de 1921. L'ensemble des réserves visibles du monde est tout près d'avoir doublé, malgré la disparition sur notre tableau de la réserve russe, la plus forte du monde en 1913.

D'où provient donc cet accroissement?

De deux circonstances : la production nouvelle des mines et la concentration des réserves dans les banques centrales, au détriment des réserves invisibles de la circulation.

Nous parlerons plus loin de la production de l'or depuis 1914 et de sa réduction progressive. Quelle partie de cette extraction réduite a contribué à l'accroissement des stocks monétaires visibles? Il est difficile de le dire. Toute évaluation ici serait singulièrement hasardeuse. Mettons, au maximum, 5 milliards, le reste provenant du drainage de la circulation, lequel a dû fournir une somme voisine de dix milliards.

En effet, la deuxième circonstance mentionnée tout à l'heure, la concentration des réserves de la circulation dans les banques centrales, a eu une importance considérable, et suffit à expliquer plus d'un chiffre qui, sans cela, resterait mystérieux.

C'est à elle qu'est dû d'abord, pour une bonne part, l'accroissement des réserves des Etats-Unis. On sait la politique de concentration des réserves métalliques poursuivie depuis 1916 avec une inlassable persévérance par les Banques fédérales de réserve des Etats-Unis. On estimait à 800 millions de dollars environ les sommes encore dispersées à cette date chez les particuliers et dans les banques commerciales (1) et que les Banques fédérales ambitionnaient de recueillir. En ajoutant ce chiffre aux 850 millions qui ont été officiellement importés aux Etats-Unis de 1915 à1918, on obtient un total de 1,650 millions de dollars ou de 8 milliards et demi de francs, qui rend compte très exactement de l'accroissement de 8 milliards constaté dans les réserves visibles de la Grande-République.

(1) Rapport du « Federal Reserve Board » pour 1916, p. 25.

Cette même concentration des réserves explique en Europe le fait, au premier abord paradoxal, du maintien de l'encaisse de la Banque de France et du presque quadruplement de celle de la Banque d'Angleterre. La première a puisé dans la circulation du pays tout l'or envoyé à l'étranger, maintenant ainsi l'ancien niveau de ses réserves. La seconde a retenu chez elle l'or apporté par les particuliers et par les banques, prélevant pour une large part sur la production transvaalienne, qu'elle avait achetée, ses expéditions de métal. L'accroissement (vite disparu, d'ailleurs) de l'encaisse de la Reichsbank est dû, lui aussi, à cette circonstance.

Ainsi la stabilité des encaisses de plusieurs banques belligérantes européennes dissimule, en réalité, un appauvrissement sensible des pays où elles fonctionnent. Seul, le stock métallique anglais ne paraît pas diminué. On l'estimait, avant la guerre, à 4 milliards de francs (1), dont à peine un milliard à la Banque centrale. Or, c'est juste à quatre milliards que s'élève aujourd'hui l'encaisse de celle-ci. Mais le stock métallique français a perdu près de trois milliards, le stock allemand un milliard et demi. Au point de vue du rétablissement de l'étalon d'or pour ces pays, cela crée une situation sérieuse.

Quoi qu'il en soit, si l'on additionne le métal ainsi drainé en France, en Allemagne, en Angleterre et aux Etats-Unis, et qui, invisible avant la guerre, figure aujourd'hui dans les réserves visibles du monde, on voit qu'il atteint le total imposant de dix milliards environ (quatre milliards pour la France et l'Allemagne, six à sept milliards pour l'Angleterre et les Etats-Unis).

* * *

Faisons une dernière observation.

Dans l'énorme déplacement des réserves métalliques que la guerre a provoqué entre l'ancien et le nouveau Continent, les bénéfices n'ont pas été égaux pour tous les destinataires, ni les pertes équivalentes pour toutes les parties de l'Europe.

Si l'on regarde du côté des bénéficiaires, la situation privilégiée des Etats-Unis éclate dans l'écart entre le chiffre de 17 et 37 p. c. représentant sa part des réserves mondiales avant la guerre et aujourd'hui. C'est vraiment la part du lion.

Si l'on regarde du côté de l'Europe, on y peut distinguer trois groupes de nations dont le sort est très différent :

1. Le premier groupe comprend les neutres : Scandinavie, Danemark, suisse, Hollande et Espagne. Loin d'avoir perdu du métal, ils en ont beaucoup gagné. De 6 1/2 p. c., leur part des réserves mondiales s'est élevée à 15 1/2 p. c. Le chiffre global de leurs stocks d'or a passé de 1,280 à 5,200 millions, enrichissement dû exclusivement aux paiements faits par les peuples en guerre.

2. Un deuxième groupe est formé par la Russie, l'Allemagne et les Etats successeurs de l'Autriche-Hongrie. Leur part visible dans les réserves du monde atteignait 33 p. c. en 1913. Elle est tombée à 3 1/2 p. c. aujourd'hui. C'est un effondrement. Il est vrai que nous considérons les réserves russes comme anéanties, ce qui est peut-être exagéré. Il ne doit pas, cependant, en rester grand'chose aujourd'hui, surtout si, comme le suggérait le dernier « Bulletin

(1) Le volume « Currencies after the war », publié par la Ligue des nations, à la page 142, donne 123 millions de livres entre les mains du public et 40 millions à la Banque d'Angleterre, à la date du 30 juin 1914.

NOUVEAU GROUPEMENT DES RÉSERVES VISIBLES D'OR DEPUIS LA GUERRE

	Chiffres des réserves en millions de francs			Proportion de chaque réserve à la réserve mondiale		
	31 déc. 1913.	31 déc. 1918.	Fin 1921.	31 déc. 1913.	31 déc. 1918.	Fin 1921.
ALLIÉS.						
Européens :						
Royaume-Uni (1)	875	2,754	3,957	4,3 pour cent	8,9 pour cent	11,2 pour cent
France (2)	3,507	3,440	3,575	17,5 id.	11,6 id.	10,0 id.
Italie (3)	1,492	1,105	1,050	7,6 id.	3.5 id.	2,99 id.
Belgique (4)	249	266 (15)	266	1,2 id	0,86 id.	0,75 d.
Russie (5)	4,043	—	—	19,8 id.	— id.	— id.
Totaux	10,166	7.565	8,848	50.4 pour cent	22,86 pour cent	24,94 pour cent
Extra-européens :						
Etats-Unis (6)	3,582	11,629	13,100 (16)	17,7 pour cent	36,5 pour cent	37,0 pour cent
Japon (7)	335	1,169	2.894	1,24 id.	3,75 id.	8,20 id.
Indes (8)	377	330	605	1,85 id.	1,06 id.	1.75 id.
Canada (9)	597	620	431	2,95 id.	2,0 id.	1,22 id.
Totaux	4,891	13,748	17,030	23,74 pour cent	43·31 pour cent	48,17 pour cent
NEUTRES.						
Européens :						
Suède (10)	143	400	386	0,7 pour cent	1,30 pour cent	1,92 pour cent
Norvège (10)	59	171	206	0,29 id.	0,55 id.	0,56 id.
Danemark (10)	111	272	319	0,59 id.	0,86 id.	0,91 id.
Hollande (10)	318	1,437	1,272	1,50 id.	4,65 id.	3,60 id.
Suisse (10)	170	415	545	0,87 id.	1,34 id.	1,54 id.
Espagne (10)	479	2,228	2,509	2,35 id.	7,21 id.	7.10 id.
Totaux	1,280	4,923	5,237	6,30 pour cent	15,91 pour cent	15,63 pour cent
Extra européens :						
Argentine (11)	1,165	1,393	2,331	5,70 pour cent	4,50 pour cent	6,61 pour cent
Java (12)	51	267	468	0,25 id.	0,86 id.	1,32 id.
Totaux	1,216	1,660	2,799	5,95 pour cent	5,36 pour cent	7,93 pour cent
EMPIRES CENTRAUX.						
Allemagne (13)	1,462	2,828	1,242	7,20 pour cent	9.1 pour cent	3,52 pour cent
Autriche-Hongrie (14)	1,303	274	75	6,50 id.	0,88 id.	0,21 id.
Totaux	2,765	3,102	1.317	13,70 pour cent	9,98 pour cent	3,73 pour cent
Réserves globales du monde	20,318	30.998	35,231	100,0 id.	100,0 id.	100,0 id.

(1) Or a la Banque d'Angleterre et réserve des « Currency-Notes ». — (2) Or à la Banque de France, non compris l'or à l'étranger. — (3) Or dans les 3 banques d'émission et au Trésor. — (4) Or à la Banque Nationale. — (5) Or à la Banque impériale de Russie. — (6) Or dans les banques nationales, dans les Banques fédérales de réserve et au Trésor (pour ce dernier on a déduit l'or servant de couverture aux certificats d'or en circulation). — (7) Réserves de la Banque du Japon et du gouvernement, non compris les dépôts à l'étranger. — (8) Réserve gouvernementale des roupies aux Indes. — (10) Or à la Banque d'émission. — (11) Or à la Caisse de conversion. — (12) Or à la Banque de Java. — (13) Or à la Reichsbank. — (14) Or à la Banque d'Autriche-Hongrie. — (15) A la date du 3 juillet 1919 d'après le volume « Currencies after the war », p. 12, publié par la Ligue des Nations. — (16) En juin 1921.

des banques fédérales de réserve », c'est de Russie que proviennent les nouveaux 560 millions de dollars d'or que les Etats-Unis ont reçus dans la présente année. Par contre, l'encaisse de la Reichsbank est sensiblement égale à celle d'avant guerre, tout en représentant une part beaucoup plus faible de la réserve mondiale.

Reste, enfin, le groupe des Alliés européens : Royaume-Uni, France, Belgique, Italie. Leurs réserves globales dépassent légèrement le chiffre de 1913 : 8,848 millions au lieu de 6,123. Leur part dans la réserve mondiale s'est aussi un peu accrue : 24 p. c., au lieu de 20 p. c. Mais cette apparente amélioration est due tout entière à la concentration des réserves britanniques à la Banque d'Angleterre. Ce groupe, loin de s'enrichir, s'est vidé de sa circulation intérieure. Ses réserves, cependant, restent appréciables, et même substantielles, en ce qui concerne l'Angleterre.

* * *

Tels sont les effets de la Grande-Guerre sur les réserves métalliques du monde.

Pour en apercevoir les conséquences monétaires, il faut mettre en regard des stocks métalliques la circulation fiduciaire des principaux Etats.

II.

Circulation de Papier et Réserves monétaires.

Nous avons montré la redistribution des stocks d'or visibles sous l'influence de la guerre.

Pour caractériser la situation monétaire du monde, il faut quelque chose de plus : il faut préciser la proportion entre ces diverses réserves et la circulation du papier, puisque c'est aujourd'hui le papier qui est devenu l'instrument monétaire universel.

Le tableau ci-dessous en donne un aperçu sommaire :

Quantité de papier et couverture de ce papier dans les principaux pays fin 1913, fin 1918 et fin 1921.

	31 déc. 1913		31 déc. 1918		Fin 1921	
	Circulation.	Couverture. p. c.	Circulation.	Couverture. p. c.	Circulation.	Couverture. p. c.
	(En millions de francs)					
ALLIES.						
Européens :						
Royaume-Uni (1) . .	740	118	9,925	27	10,966	38
France (2)	6,035	58	22,789	15	36,488	9,8
Italie (3)	2,782	53	14,087	7,8	21,874	5
Belgique (4). . . .	1,050	23	4,696	5,7	6,127	4,3
Russie (5)	4,449	90	—	—	—	—
Totaux . .	13,056	77	51,497	14	75,455	11
Extra-Européens :						
Etats-Unis (6) . . .	5,521	66	20,435	57	18,689	74
Japon (7)	1,099	32	2,951	39	2,899	100
Canada (8)	1,175	51	2,715	22	2,309	18
Totaux . .	7,795	57	26,101	51	23,897	68
NEUTRES.						
Européens :						
Suède (9)	328	41	1,139	35	910	42
Norvège (10). . . .	151	39	611	27	576	35
Danemark (11) . . .	212	52	630	43	691	46
Hollande (12). . . .	657	48	2,312	62	2,183	58
Suisse (13)	314	54	976	42	905	60
Espagne (14). . . .	1,924	25	3,316	67	4,206	59
Totaux . .	3,576	36	7,984	63	9,471	55

(1) Billets de la Banque d'Angleterre et Currency-Notes; — (2) billets de la Banque de France; — (3) billets des banques d'Italie, de Naples et de Sicile; billets et bons de caisse du Trésor; — (4) billets de la Banque Nationale; — (5) billets de la Banque Impériale de Russie; — (6) billets des Etats-Unis (Greenbacks); billets des banques nationales; billets des banques fédérales de réserve en circulation; — (7) billets de la Banque du Japon; — (8) billets des Chartered Banks et Dominion Notes; — (9) billets de la Banque de Suède; — (10) billets de la Banque de Norwège; — (11) billets de la Banque de Danemark; — (12) billets de la Banque Néerlandaise; — (13) billets de la Banque Nationale; — (14) billets de

Extra-Européen :						
Argentine (15) . .	3.791	62-3	5,675	74	?	
EMPIRES CENTRAUX.						
Allemagne (16) . . .	2,242	65	39,789	6-8	126,000	0-98
Autriche-Hongrie (17).	2,449	53	35,500	0-77	90,242	0-085
Totaux . .	4,691	59	75,289	4,0	216,242	0,60

Il a été construit d'après le même principe que celui de notre précédent article. Les proportions entre l'or et les billets ont été calculées pour chaque pays sur la base des chiffres de réserves que le lecteur connaît déjà. Les chiffres de la circulation de Java et des Indes ne figurent pas ici, n'ayant pu être obtenus dans des conditions permettant une comparaison rigoureuse.

Essayons, à l'aide de ce tableau, de résumer à grands traits la situation monétaire telle qu'elle se présente actuellement et telle qu'elle conditionne le problème du retour à l'or.

* * *

A première vue, apparaît l'immensité de la marée de papier qui, des belligérants, a envahi les neutres et a fini par recouvrir le monde entier. Les étapes de l'envahissement se lisent avec une lumineuse clarté.

La création du papier a commencé chez les belligérants européens. Destinée à couvrir les dépenses gouvernementales, elle a conduit à chasser l'or chez les neutres et chez les deux grands belligérants extra-européens : le Japon et les Etats-Unis, lesquels, sous le rapport économique, appartiennent par tous leurs caractères au groupe des neutres. Cet or a déterminé à son tour chez ses destinataires une large émission de papier, soit en représentation du métal accumulé dans les banques d'émission, soit en raison des crédits que cette accumulation même facilitait, et que les belligérants sollicitaient.

De là une double inflation fiduciaire, accompagnée d'un amincissement graduel de la couverture métallique chez les belligérants et d'un grossissement de cette même couverture chez les neutres. De là, chez les uns comme chez les autres, une dépréciation de l'unité monétaire, avec, chez les neutres, une conséquence inattendue : la dépréciation de l'or lui-même, dans lequel l'unité monétaire n'a pas cessé, au moins potentiellement, de rester convertible. Phénomène en apparence paradoxal, mais qui n'étonne plus dès qu'on veut bien se soucier qu'ayant cessé d'être l'étalon international, l'or, cantonné dans un domaine de plus en plus restreint, devait voir, par là-même, son pouvoir d'achat de plus en plus réduit.

Traduite en chiffres, cette évolution de six années se résume de la manière suivante :

les quatre Alliés européens (Grande-Bretagne, Italie, Belgique et

la Banque d'Espagne; — (15) monnaie légale, échangeable à la Caisse de conversion; les dates sont celles des 30 juin 1914 et 30 juin 1919. Pour le calcul des proportions, nous avons multiplié la réserve d'or par 2-27, puisque une piastre d'or vaut piastre-papier 2-27. Les réserves sur lesquelles les proportions sont calculées sont celles aux 30 juin 1914 et 1919, d'après le volume « Currencies after the War », p. 163; — (16) billets de la Reichsbank et bons des caisses de prêts de guerre; — (17) billets de la Banque d'Autriche-Hongrie.

France, la Russie étant écartée pour des raisons évidentes) voient leur circulation globale monter de 8 milliards et demi avant la guerre à 75 milliards aujourd'hui, et la couverture de cette circulation tomber de 71 à 11 p. c.

les Empires centraux font passer leur circulation de 4 milliards et demi à 216 milliards, et laissent leur couverture métallique s'effondrer de 59 p. c., à moins d'un pour cent. Encore, n'avons-nous tenu compte pour l'Autriche-Hongroise que des billets de la Banque austro-hongroise. Si nous avions calculé la circulation vraie des quatre Etats successeurs, moins la Transylvannie, c'est 50 à 60 milliards qu'il y faudrait ajouter (1).

Dans le même temps, la circulation américaine et japonaise grossit de 6 milliards et demi à 21 milliards; mais la proportion de l'encaisse à l'émission s'accroît parallèlement de 59 à 74 p. c.

Quant aux neutres européens, leur circulation est également triplée (de 3 1/2 milliards à 9 1/2 milliards); mais l'encaisse quadruple, de son côté, et le rapport de l'une à l'autre, loin de s'abaisser, s'élève de 36 à 55 p. c.

Quelque sombre qu'il soit pour les belligérants européens, ce tableau cependant n'est pas complet, car nous n'avons mentionné ni la Russie, ni la Roumanie, ni la Pologne. Nous n'avons rien dit non plus de la Grèce ni de la Bulgarie. Ce seraient des dizaines, et pour la Russie des centaines de milliards dont il faudrait grossir nos colonnes, pour représenter l'inondation de papier dont ces pays sont victimes.

Même ainsi, nous ne serions pas au bout. Il faudrait sortir du vieux continent, et montrer les grandes dépendances des métropoles européennes, l'Egypte et l'Algérie entraînées à leur tour au régime du papier, — ou encore l'Afrique du Sud elle-même, se grand fournisseur de métal jaune, obligée d'enrayer la fuite de ses monnaies, en leur substituant des certificats de papier.

Il faudrait enfin joindre à cette liste, déjà trop longue, les pays à circulation d'argent : l'Indo-Chine (2), le Maroc, et particulièrement les Indes anglaises, et montrer leurs gouvernements devenus incapables d'approvisionner leur circulation d'un métal devenu trop cher, recourir à l'universel remède : cours forcé et papier-monnaie.

Mais ce n'est pas un tableau dramatique que nous voulons peindre ici. C'est une question pratique que nous nous proposons d'étudier, et à laquelle il nous faut revenir maintenant.

* * *

Parmi tant de nations infectées du même mal, quoique à des degrés divers, il faut, au point de vue d'un retour possible à l'étalon d'or, tenter une classification.

Celle qui avait cours avant la guerre ne peut plus, en effet, nous servir.

On distinguait volontiers à cette époque :

a) Les pays à étalon d'or;

b) Les pays théoriquement bimétallistes, mais ayant en pratique suspendu la frappe de l'argent (tels l'Espagne et les pays de l'Union latine);

(1) Le « Recueil mensuel de l'Institut international du commerce », publié à Bruxelles, donne régulièrement des tableaux très commodes et très complets de la circulation fiduciaire des divers pays.

(2) L'Indo-Chine a cessé d'être au cours forcé depuis que ces pages ont été écrites.

c) Les pays à étalon d'argent (tels la Chine ou l'Indo-Chine);

d) Les pays à « Gold Exchange Standard », tels que l'Inde ou la République Argentine, — pays où, malgré une circulation effective d'argent ou de papier, un système de réserves d'or assurait, à un taux fixe, l'échange de la monnaie intérieure contre le métal jaune.

Cette classification laissait beaucoup à désirer. Elle reposait sur les caractéristiques légales des divers systèmes plutôt que sur leur fonctionnement effectif. En fait, parmi les pays à étalon d'or, la Hollande et l'Autriche-Hongrie seraient rentrées plus justement (l'une avec sa circulation d'argent, l'autre avec sa circulation de papier) dans le groupe des pays à « Gold Exchange Standard ». Parmi les pays bimétallistes, la Grèce aussi aurait pu se rattacher à ce groupe, tandis que l'Italie et l'Espagne étaient pratiquement au régime du papier-monnaie.

Bonne ou mauvaise, cependant, un fait est certain, c'est qu'aujourd'hui cette classification ne répond plus à rien.

La hausse du métal argent a brisé le système du « Gold Exchange Standard » aux Indes, dans les Détroits et aux Philippines. Elle a substitué le papier à l'argent en Indo-Chine et au Maroc. Elle a fait disparaître les pièces blanches des anciens Etats bimétallistes. L'Union latine n'est plus guère qu'un souvenir historique. Légalement, le régime du papier-monnaie a tout recouvert de son uniformité.

Pratiquement, cependant, des distinctions s'imposent. Même en nous limitant à l'Europe, pour laquelle seule aujourd'hui le problème du retour à l'or présente une véritable urgence, nous y apercevons nettement trois groupes d'Etats dont les situations sont bien différentes :

1. Le premier groupe comprend les anciens neutres : Scandinavie, Suisse, Hollande, et Espagne. Leur caractéristique est celle-ci : tout en maintenant le cours forcé et l'interdiction d'exporter l'or, la proportion de leur réserve métallique à leur circulation dépasse celle d'avant la guerre. Le problème pour eux n'est pas d'accumuler des réserves nouvelles. Il est simplement de veiller au maintien de leurs réserves actuelles pour le jour où reprendra la pleine liberté des échanges.

2. Un deuxième groupe comprend les belligérants alliés autres que la Russie. Leur situation n'est pas uniforme. Elle présente cependant une caractéristique générale : leurs réserves métalliques, quoique substantielles, sont notoirement insuffisantes, eu égard à leur grosse circulation de papier. Pour la France, l'Italie et la Belgique, les proportions de 9, 5 et 5 p. c. de l'encaisse à l'émission sont si faibles, qu'elles posent le double problème de la déflation et de l'accroissement des réserves.

L'Angleterre, avec une proportion de 38 p. c., est, semble-t-il, en bien meilleure posture. On pourrait presque la rattacher au premier groupe, si l'ampleur exceptionnelle de ses relations commerciales ne l'obligeait à veiller avec une attention particulière sur une réserve que menacent aussi des dangers exceptionnels.

3. Un troisième groupe, enfin, comprend l'Allemagne, les Etats successeurs de l'Autriche-Hongrie et tout l'Orient européen. Ici, c'est le règne du pur papier-monnaie, sans réserve métallique appréciable. Le retour à la santé exige pour ces pays des réformes radicales, qui, disons-le tout de suite, ne seront peut-être pas sans répercussion sur les pays plus favorisés du deuxième groupe.

* * *

Parmi les pays extra-européens, trois seulement (en dehors des grands pays producteurs que nous négligeons momentanément) sont intéressants au point de vue du retour à l'or : ce sont les Etats-Unis, le Japon, la République Argentine, avec leurs imposants réservoirs de métal jaune.

Le Japon et la République Argentine n'ont ni l'un ni l'autre encore rétabli la libre exportation de l'or.

Il reste donc un seul Etat dans le monde qui soit à l'étalon d'or véritable, c'est-à-dire avec liberté entière d'entrée et de sortie de sa monnaie : ce sont les Etats-Unis.

* * *

Telle étant, brièvement résumée, la situation monétaire devant laquelle se trouve l'Europe, nous examinerons les alternatives entre lesquelles elle devra choisir, bon gré mal gré, dans un avenir plus ou moins lointain.

III.

Le Retour à l'Or par la Déflation.

Nous avons dépeint à grands traits la situation monétaire du monde. C'est qu'en effet, l'ensemble de cette situation conditionne, en réalité, le retour de l'Europe à l'étalon d'or. Nous sommes en mesure maintenant d'aborder directement ce problème.

Posé dans ses termes les plus simples, il se présente de la manière suivante :

Puisque c'est la disproportion entre leur encaisse métallique et leur circulation de papier qui empêche les pays européens de revenir à l'étalon d'or effectif, il faut obtenir une proportion plus favorable, soit en réduisant la circulation, soit en augmentant l'encaisse. Visiblement les deux procédés devront être employés simultanément. Pour la commodité de la discussion, nous les envisagerons séparément, et nous commencerons par le premier : la réduction de la circulation.

* * *

Pour beaucoup de personnes, c'est le remède spécifique. Il présente à leurs yeux un double avantage :

1° La déflation accroît automatiquement la proportion de l'encaisse à l'émission;

2° Elle fait baisser le niveau des prix et, par là, favorise les exportations. Ainsi disparaîtront les énormes écarts entre l'actif et le passif de la balance des comptes qui nous accablent aujourd'hui. Le risque de gros déficits, même momentanés, de la balance étant ainsi écarté, la réserve d'or destinée à les combler sera moins menacée. Un chiffre relativement faible de métal jaune pourra suffire à la maintenir.

Tout cela est incontestable.

Si, néanmoins, des principes généraux, on descend aux applications concrètes, on aperçoit vite les limites d'efficacité d'une pareille méthode.

Il est un premier groupe de nations que la déflation ne peut faire avancer d'un pas sur la route vers l'étalon d'or : ce sont celles de l'Europe centrale et orientale. L'encaisse-or ou bien y a disparu, ou bien y est réduite à un chiffre si minime, qu'il équivaut à une disparition. Avec une encaisse égale à zéro ou voisine de zéro, aucune déflation ne peut accroître la proportion de la couverture à l'émission. Quand le numérateur est nul, on a beau réduire le dénominateur, la valeur de la fraction ne grandit pas.

Est-ce à dire qu'une déflation modérée et ne provoquant pas de chute rapide des prix ne puisse préparer le terrain pour une réforme monétaire, en rétablissant la confiance de l'étranger, et en fournissant à une émission qui, en aucun cas, ne pourrait plus grandir, la marge indispensable d'élasticité? An contraire. Mais pour revenir à l'étalon d'or, il faut davantage. La création d'un étalon nouveau — la dévaluation, puisqu'il faut l'appeler par son nom, — s'imposera. Personne n'en peut douter.

* * *

Par contre, dans les pays qui ont su conserver un noyau d'or, — et c'est le cas pour le groupe qui nous intéresse le plus : celui des anciens alliés européens, l'Angleterre, la Belgique, la France et l'Italie, — une certaine déflation peut rapprocher du but. Il ne faut cependant pas s'illusionner sur ses résultats probables.

Prenons, par exemple, la France, dont la situation est à mi-chemin entre celle, très favorable, de l'Angleterre, et celle, beaucoup plus gênée, de l'Italie.

Admettons que l'on se propose de revenir simplement à cette proportion du tiers de l'encaisse à l'émission, considérée, autrefois, comme le minimum théorique nécessaire pour garantir l'échangeabilité du billet, mais, en fait, toujours dépassée par les banques prudentes.

L'encaisse-or de la Banque de France atteint aujourd'hui 3,575 millions. Le triple de ce chiffre est 10,725 millions. Telle serait la limite de compression à atteindre.

Or, la circulation à la fin de décembre s'élevait à 36,488 millions. C'est donc une réduction de **26 milliards** qu'il faudrait réaliser, si l'on veut, sur la base de l'encaisse existante (1), appliquer la proportion du tiers.

La législation actuelle envisage les remboursements de l'Etat à la banque s'effectuant sur le pied de 2 milliards par an. Il faudrait 13 ans au moins pour atteindre le but visé, ... si rien ne vient à la traverse.

Mais, de toute évidence, un tel but est inaccessible.

Une bonne partie des billets remboursés par l'Etat seront remis au fur et à mesure dans la circulation pour les besoins mêmes du commerce. Dans un régime de prix surélevés comme le nôtre, et avec des dépôts plus que quintuplés dans les sociétés de crédit, une marge d'élasticité très supérieure à la marge ancienne est une nécessité pour les banques d'émission. A combien l'expérience des prochaines années fixera-t-elle cette marge? On ne peut le dire aujourd'hui. Une chose est certaine : la réduction, même en treize ans, du montant des billets à un maximum de 10 ou 11 milliards est une impossibilité.

La baisse formidable des prix qu'entraînerait une pareille réduction serait la source d'une crise économique qu'il faudrait bientôt enrayer.

M. Raphaël George Lévy évaluait, il y a quelques semaines, à douze milliards le niveau de circulation désirable. Il prouvait par là que l'utopie est une plante qui peut fleurir sur les terrains les plus nourris de solide bon sens.

A vrai dire, la proportion du tiers ne signifie plus grand chose aujourd'hui.

Cette proportion était née de l'idée d'assurer la remboursabilité du billet à tout instant, et de maintenir une circulation **intérieure** de métal.

Ce n'est plus cet idéal qui flotte à présent devant nos yeux. Ce

(1) Nous disons l'encaisse **existante.** Il va sans dire que le retour de l'**encaisse à l'étranger** de 1,948 millions, modifierait la situation. Ce retour est subordonné au remboursement par la France des avances reçues de l'Angleterre. Sera-t-il également assuré en cas de renoncement par l'Angleterre à ses créances interalliées? Le problème est capital pour la restauration monétaire française. Deux milliards d'or de plus ou de moins sont un appoint auquel la France ne renoncera pas de gaîté de cœur. Cette question tiendra sûrement une place importante dans les négociations en cours.

que l'on vise, c'est seulement la constitution d'une réserve apte à fournir constamment l'or éventuellement nécessaire aux règlements **extérieurs.** Son montant ne dépendra que de l'importance des sorties de métal qu'exigera, le cas échéant, la situation de la balance des comptes. Elle variera suivant les conditions du commerce extérieur de chaque pays. Une réserve du quart ou du cinquième de la circulation suffirait peut-être à la France pour cet office. Les 3,575 millions de l'encaisse actuelle pourraient alors s'accommoder d'une émission de 14 à 18 milliards.

On le voit, le changement d'hypothèse ne nous avance guère. C'est encore une amputation d'une vingtaine de milliards qu'il faudrait faire subir à l'actuelle circulation pour atteindre ces derniers chiffres.

Pure utopie.

En résumé, quelque énergique qu'on la suppose, la déflation ne saurait seule frayer la voie au retour à l'or. Son avantage principal sera un avantage moral. Plus sûrement qu'aucune déclaration verbale, elle marquera la résolution de renoncer à toute inflation nouvelle. Elle traduira le retour à l'équilibre budgétaire. Elle sera le signe visible d'un assainissement financier, plus favorable qu'aucune autre mesure à l'amélioration des changes, par la confiance rendue aux capitaux étrangers.

Mais tout cela, qui prépare le retour à l'or, ne suffit pas à l'assurer. Une autre condition s'impose : l'accroissement de l'encaisse métallique. C'est le cas pour la France; à plus forte raison pour l'Italie; sans doute aussi pour la Belgique.

L'Angleterre seule fera peut-être exception.

On se rappelle que le premier rapport Cunliffe envisageait pour elle la constitution d'une réserve de 150 millions de livres sterling comme point de départ du rétablissement des changes. Cette réserve existe à l'heure actuelle. L'encaisse de la banque réunie à la réserve métallique des « Currency notes » atteint presque 157 millions de livres. C'est environ 35 p. c. de la circulation, laquelle, en fin d'année, a subi, par rapport à celle de l'année précédente, une réduction de 47 millions de livres, soit près de 10 p. c.

La situation privilégiée de l'Angleterre, déjà notée précédemment, apparaît ici une fois encore.

Dès à présent, elle a réalisé ce qui, pour les autres alliés, n'est encore qu'un idéal lointain. Persistera-t-elle dans son actuelle politique de déflation? Jugera-t-ele nécessaire de grossir encore ses réserve métalliques?

Ses décisions seront intéressantes à suivre. Pour ses alliés, en tous cas, la politique de déflation ne saurait suffire à mener au but.

* * *

On se tromperait en croyant qu'elle y ait jamais mené. Et c'est la remarque par laquelle nous concluons.

Qu'on examine toutes les réformes monétaires de ces cinquante dernières années, toutes les expériences de retour à la monnaie métallique après les égarements du papier-monnaie. Ce n'est jamais par la déflation seule que l'amélioration s'est produite. La reconstitution d'une encaisse métallique l'a toujours accompagnée.

Allons plus loin. La déflation proprement dite n'a souvent joué qu'un très faible rôle. La cessation de l'inflation, le maintien de la circulation à un niveau invariable (accompagné de l'assainissement

budgétaire) a parfois suffi. Presque toujours — sauf peut-être au Japon — la masse totale du papier en circulation n'a diminué que relativement peu.

Les Etats-Unis après la guerre de sécession, la France après 1871, la Grèce depuis le commencement du siècle, l'Italie depuis 1883, la Russie en 1899, tous ces pays ont su refaire à leur circulation un soubassement métallique, sans réduire sensiblement la masse existante des instruments monétaires.

Cette même possibilité existe-t-elle aujourd'hui pour les Etats européens? Ne se heurteront-ils pas, dans leurs efforts pour reconstituer ou agrandir leurs réserves, à des difficultés exceptionnelles? C'est la question que nous allons envisager.

IV.

La Reconstitution des Stocks métalliques.

Nous avons montré l'impossibilité de compter sur la déflation seule pour revenir à l'étalon d'or. L'aléa impliqué dans les formidables réductions de la circulation qui — sauf en Angleterre — seraient partout nécessaires ne permet pas de compter sur cette unique méthode.

La reconstitution et l'accroissement des stocks d'or en sont l'indispensable complément.

Ecartons tout de suite une question embarrassante, mais qui, à l'heure actuelle, est parfaitement oiseuse : le montant souhaitable du stock métallique à constituer.

Pourquoi disons-nous oiseuse? Parce que le problème est moins de réaliser les conditions qui attireront une forte encaisse, que celles qui l'empêcheront de s'échapper. Dans la formation d'un stock d'or, la question de son maintien n'est pas moins importante que celle de son accumulation. La seconde se ramène, au fond, à la première. Une forte encaisse ne servirait de rien, si les circonstances la faisaient s'écouler au dehors. A l'inverse, une encaisse, même faible, remplira sa fonction de stabilisation, si les sorties de métal sont rapidement compensées par des rentrées. C'est là ce qui importe, et non pas un chiffre absolu ou une proportion déterminée. Le montant du stock à constituer variera donc avec les divers pays et la situation diverse de leur balance des comptes. L'expérience des prochaines années fixera chacun d'eux à cet égard. La seule chose que l'on puisse préciser aujourd'hui, ce sont les conditions susceptibles à la fois d'accroître et de conserver leurs stocks métalliques, une fois constitués.

* * *

Et d'abord, à quelles sources aller puiser le précieux métal?

On en aperçoit trois :

La production nouvelle des mines;

Les encaisses des pays à grosses réserves d'or, c'est-à-dire celles des Etats-Unis, du Japon, des anciens neutres européens et de l'Amérique du Sud;

Enfin, l'or thésaurisé chez les belligérants eux-mêmes, mais qui ne sortira pas de ses cachettes, tant que sa libre vente ne sera pas autorisée.

Laissons de côté cette troisième source, dont l'importance est difficile à évaluer, et notons aussitôt qu'à l'égard des deux premières, le monde se trouve aujourd'hui dans une situation bien moins favorable que dans les vingt années qui ont précédé la guerre

On n'a pas, croyons-nous, suffisamment insisté sur l'aide puissante apportée à la réfection monétaire des pays à papier-monnaie, dans la période 1891 à 1914, par l'énorme production d'or que l'exploitation des mines transvaliennes a permise à ce moment. La période 1891-1914 a fourni, à un milliard de francs près, la même quantité d'or que les quatre siècles qui s'écoulèrent de 1493 à 1890 (1). Les qua-

(1) Voir le vingtième « Rapport de l'Administration des monnaies et médailles », Paris, 1920, p. 323. De 1493 à 1890, la totalité de l'or extrait des mines équivaut à 41 milliards.

rante milliards d'or jetés en 24 ans sur le monde ont eu, parmi tant d'autres conséquences économiques, cet effet certain de faciliter à l'Autriche-Hongrie, à la Russie, à l'Italie, à la Grèce, à la République Argentine, la reconstitution d'un stock monétaire, laquelle, en d'autres circonstances, eût présenté d'énormes difficultés. L'afflux inusité du métal jaune a naturellement fait sentir son influence, d'abord sur les prix des pays à étalon d'or. Cette hausse, en stimulant leurs achats à l'étranger, a facilité le rétablissement de la balance commerciale des pays à monnaie avariée. C'est de 1895 que date pour toutes les nations du monde l'essor commercial sans précédent qui s'est continué jusqu'à la guerre. Par ailleurs, l'abondance des métaux précieux sur le marché de Londres, l'accumulation des encaisses monétaires dans les grandes banques entre 1892 et 1895 ont permis aux pays démunis d'or de l'attirer chez eux sans provoquer les mesures de défense qui en d'autres temps l'eussent empêché de sortir. Dans les dix-huit années qui vont de 1876 à 1894, la Banque d'Angleterre élève 56 fois le taux de son escompte. Dans les dix-huit années suivantes, de 1895 à 1913, ce chiffre tombe à 37. L'encaisse de la Banque, qui atteint 41 millions de livres en 1896, se laisse entamer au point de tomber à 30 et 31 millions en 1899 et 1906. Il faudra la guerre pour lui faire retrouver le maximum de 1896, jamais égalé jusque là. Comment ne pas être frappé de ce que ces circonstances ont eu d'exceptionnellement favorable à la réfection monétaire du monde?

La situation actuelle est bien différente.

Ni la production d'or n'est plus égale à ce qu'elle était avant la guerre, ni les banques des pays riches en or ne sont plus disposées à le laisser sortir comme autrefois.

* * *

La diminution de la production de l'or, au moment même où les pays d'Europe ont besoin de refaire à leur circulation fiduciaire un soubassement métallique, est un fait qui n'est pas sans gravité.

L'origine de cette restriction est trop bien connue pour y insister longuement. Elle se résume dans l'élévation du prix de revient du métal (répercussion inévitable de la hausse générale des prix), sans compensation possible dans une élévation concomitante du prix de vente. Les hôtels des monnaies et les banques d'émission des seuls pays en état d'absorber la production continuent à maintenir le prix légal d'avant guerre. Même après qu'à cessé l'achat obligatoire par le gouvernement britannique de la production australienne et transvaalienne (avril 1919), permettant ainsi aux mines d'encaisser la prime du dollar sur le sterling, la situation n'est pas revenue à ce qu'elle était autrefois. Le pouvoir d'achat du dollar n'est, lui non plus, pas resté le même.

Le résultat se marque dans les chiffres suivants, que nous empruntons au « Bulletin du Bureau fédéral de réserve », de juin 1921.

L'ensemble des pays producteurs d'or a fourni :

En 1915	2,437	millions de francs
— 1916	2,352	—
— 1917	2,194	—
— 1918	1,973	—
— 1919	1,891	—
— 1920	1,750	—

Que représente ce chiffre de 1,750 millions auquel la production s'est limitée en 1920? Certainement beaucoup moins que les besoins normaux de l'approvisionnement monétaire mondial.

Dans leurs beaux travaux sur la monnaie et sur les prix, M. Aupetit et, plus tard, M. Marcel Lenoir (1) ont essayé d'évaluer la production annuelle d'or théoriquement nécessaire pour maintenir un niveau constant des prix, étant donnés l'usure du stock existant et l'accroissement des transactions. Ils estiment à 1/30 de la production de l'année précédente l'augmentation nécessaire pour chaque année nouvelle. Dans ces conditions, M. Lenoir évaluait en 1910 à un chiffre voisin de 1,750 millions la production désirable pour cette année-là. Mais nous sommes en 1920, — et c'est ce chiffre de 1,750 millions, minimum théorique d'il y a dix ans, qui est celui de la production réelle. Pour retrouver une production aussi faible, il faut remonter jusqu'à 1903.

On le voit, même si nous étions dans des circonstances normales, la production d'or de l'année 1920 serait inférieure aux exigences. Or, les circonstances sont exceptionnelles, et réclament une production exceptionnelle pour adapter les encaisses métalliques à la circulation dévergondée d'aujourd'hui, même en la supposant réduite à un niveau moins inquiétant par une certaine déflation.

Sans doute, l'avenir reste imprévisible. Des découvertes de nouveaux gisements, des procédés d'exploitation plus perfectionnés peuvent nous réserver des surprises. La baisse probable des prix au cours des années qui vont venir, avec la réduction des frais généraux qu'elle provoquera, fera peut-être remettre en exploitation des mines aujourd'hui abandonnées. Il n'en reste pas moins vrai qu'à une heure où le métal jaune serait particulièrement utile au monde, sa production se ralentit au lieu de s'accélérer.

* * *

Ce n'est pas tout. Cette production ralentie, sont-ce au moins les pays nécessiteux qui en profitent? Nullement. L'or, comme toutes les marchandises, se dirige vers les pays où il est le mieux payé. Il en résulte qu'à l'heure présente, le pays qui absorbe presque toute la production mondiale de l'or, ce sont les Etats-Unis.

Nous touchons ici à l'autre circonstance, par où la situation présente diffère de celle d'avant guerre : la libre exportation de l'or n'est pas encore rétablie.

Les réserves des grandes banques sont, avec la production des mines, disions-nous en commençant, une seconde source où peuvent puiser les pays obligés de se refaire une couverture métallique. Ces réserves, dans le passé, et malgré le zèle jaloux avec lequel on veillait sur elles, ont souvent contribué à combler les insuffisances monétaires des nations en quête de métal jaune.

Aujourd'hui, ces réserves ne sont plus accessibles. La liberté d'exportation de l'or a fait place partout à un embargo, par lequel les banques neutres entendent protéger leurs stocks accumulés.

La raison de cet embargo? La crainte qu'on ne vide leur trésor pour satisfaire aux besoins de l'industrie, laquelle consent à payer de fortes primes pour la matière première qui lui fait défaut. Peut-être aussi, la simple crainte de l'inconnu et le désir de « voir venir ».

(1) L'un dans son essai sur la « Théorie générale de la Monnaie » (1901), l'autre dans ses « Etudes sur la formation et le mouvement des prix » (1913).

Quoi qu'il en soit, l'effet de cet embargo n'a pas tardé à se manifester. Les pays les mieux pourvus d'or, refusant de s'en servir pour stabiliser leurs changes, ont vu ceux-ci, au cours des deux dernières années, se maintenir constamment au-dessous du pair à New-York. Seule, la Suisse, depuis le mois de décembre dernier, a vu son franc dépasser la parité de 19,30. Tous les autres neutres à grosses réserves, y compris le Japon, sont dans le cas contraire.

D'où cette conséquence que les Etats-Unis, seul pays qui laisse sortir l'or, est aussi, pratiquement, le seul à le voir affluer chez lui. La traite sur New-York permettant d'obtenir la monnaie de n'importe quel pays à meilleur prix qu'en y envoyant de l'or, c'est à New-York qu'on l'envoie.

Ainsi — et c'est par là que nous concluons — le problème que nous étudions ici se simplifie d'une manière saisissante. Ce qui se trouve face à face, ce ne sont pas les pays à monnaie avariée et l'ensemble des pays producteurs et détenteurs d'or. Ce sont les pays à monnaie avariée et les seuls Etats-Unis.

Puisque, seuls, ils reçoivent l'or nouvellement produit, et que, seuls, ils le laissent sortir, à qui s'adresser pour en avoir, sinon à eux, et à eux seulement?

Le problème du retour à l'or, c'est, en réalité, le problème dramatique des rapports entre l'Europe épuisée et les Etats-Unis.

Une fois de plus, on voit apparaître ici la situation prédominante de nos anciens alliés. On fera bien de ne pas l'oublier.

V.

La Concentration de l'Or aux Etats-Unis.

Nous avons montré comment, grâce à la situation des changes, les Etats-Unis sont pratiquement le seul pays à recevoir de l'or et comment — étant aussi le seul qui le laisse sortir, — le problème du retour de l'Europe à l'or se résume dans le problème des relations monétaires entre les Etats-Unis et le vieux continent.

Avant de l'aborder sous cet aspect, il est indispensable de montrer par quelques chiffres l'importance de cette concentration métallique. C'est un phénomène trop nouveau dans l'histoire économique du monde, pour qu'il ne vaille pas la peine de s'y arrêter un instant. Les derniers « Bulletins des Banques fédérales de réserve » contiennent justement, à cet égard, des données très complètes.

* * *

Du 1er janvier au 10 décembre 1921, l'importation nette de l'or aux Etats-Unis (exportations déduites) a atteint 648 millions de dollars (3,356 milions de francs), contre 95 millions de dollars en 1920. Il n'est pas inutile de rappeler que du 1er août 1914 au 31 décembre 1918, l'importation nette totale de métal jaune aux Etats-Unis s'était élevée à 1,071 millions de dollars. Le présent taux d'accroissement du stock métallique de la grande république est donc plus rapide que celui constaté pendant la guerre, et qui déjà constituait un record.

Ces 648 millions de dollars absorbés au cours de 1921 dépassent de beaucoup la production minière de l'année. Le chiffre exact de celle-ci n'est pas encore connu. Mais il sera sans doute inférieur à celui de l'année 1920, qui était de 337 millions de dollars ou 1,750 millions de francs, soit un peu plus de la moitié des sommes reçues par les Etats-Unis au cours de l'année écoulée.

On peut donc admettre que ceux-ci ont attiré : 1° toute la production nouvelle des mines; 2° une quantité d'or à peu près égale prélevée sur l'ancien syock des autres pays du monde.

En ce qui concerne la première portion, le « Bulletin fédéral de réserve » a expliqué, dans son numéro de juin 1921, comment la nouvelle production des mines est dirigée presque tout entière sur New-York, après un bref séjour à Londres. Nous croyons intéressant de citer ce passage :

« Depuis le printemps 1919, le gouvernement britannique, dans le but de maintenir la position de Londres comme principal marché de l'or du monde, a permis la réexportation de l'or des mines vendu à Londres. En fait, les choses se passent de la manière suivante : les producteurs sud-africains envoient à Londres de l'or brut à environ 60 p. c. de fin. Leurs agents londonniens disposent d'une usine d'affinage, d'où il sort à 999 millièmes de fin, pour être mis aux enchères. Il est offert au taux de change du dollar, moins les frais de transport et les commissions. L'or est alors expédié à New-York, où les agents locaux des producteurs le remettent à la Banque fédérale de réserve par l'intermédiaire d'une banque affiliée. Le résultat final de ces transactions est que les producteurs sud-africains reçoivent le change de 20 dollars et 67 cents pour chaque once

d'or pur expédié, moins les frais de transport d'Afrique à Londres, la commission de l'agent de Londres, les frais de transport de Londres à New-York et la commission de l'agent de New-York. Si l'industrie anglaise a besoin d'or, ou qu'un pays étranger en désire, il lui faut offrir un prix supérieur au change du dollar. En conséquence, ces offres sont pratiquement très rares, sauf pour les petites quantités destinées à l'industrie, parce qu'aucun pays ne peut offrir pour l'or plus que le taux du change du dollar... Le transfert de l'or sud-africain à travers Londres aux Etats-Unis est évidemment dû au fait que les Etats-Unis constituent le seul marché important librement ouvert à l'or du monde, et à cet autre fait, étroitement lié au précédent, que partout le dollar est extrêmement demandé. En obtenant du change américain pour leur or, les producteurs sud-africains reçoivent la meilleure monnaie internationale existant à l'heure actuelle. »

* * *

Voilà pour l'or provenant des mines nouvelles.

Il est au moins aussi intéressant de connaître l'origine de la deuxième portion de cette énorme importation, — c'est-à-dire de l'or prélevé sur les anciens stocks des autres pays.

A cet égard, le tableau suivant, qui résume les chiffres plus détaillés fournis par le fascicule de janvier du « Bulletin fédéral de réserve » est des plus instructif.

Importations d'or aux Etats-Unis du 1er janvier au 10 décembre 1921, en milliers de dollars :

Europe.

Angleterre	195,489
France	188,304
Suède	65,016
Allemagne	19,548
Hollande	19,524
Belgique	3,760
Danemark	3,410
Espagne	3,319
Norvège	1,534
Autres pays	2,933
Total pour l'Europe	502,837
Amérique du Nord	53,006
Amérique du Sud	23,489
Asie	68,541
Australie	12,067
Egypte	5,972
Nouvelle-Zélande	2,747
Divers	2,056
Total pour les pays hors d'Europe	167,882
Total général	670,719

En face de ces 670 millions de dollars importés, dont 502 millions venant de la seule Europe, les exportations atteignent à peine 22 millions. Le gain net est de 648 millions de dollars.

On ne peut évidemment accorder aux chiffres de ce tableau une confiance absolue. Mais, compte tenu des inexactitudes inévitables en pareille matière, le fait saillant qu'il met en lumière est celui de gros envois d'or effectués par des pays qui, à aucun degré, ne sont des pays producteurs. En particulier, l'expédition par la France de 188 millions de dollars — chiffre presque égal à celui des envois anglais (dans lesquels est comprise, ne l'oublions pas, la production transvaalienne !) — ne manquera pas de frapper l'attention du lecteur.

Sur quelles ressources la France a-t-elle pu prélever de pareilles quantités de métal? A-t-elle servi simplement d'intermédiaire pour de l'or venu d'ailleurs? Ou a-t-elle puisé dans ses propres réserves thésaurisées? Le problème est bien fait pour piquer la curiosité.

Le « Bulletin fédéral de réserve » lève un coin du voile, en suggérant qu'une partie des envois suédois et français seraient fournis par l'or russe, lequel, pendant toute l'année, et par les canaux les plus divers, s'est répandu sur le monde.

«L'or venu de France et de Suède, écrivait le « Bulletin », en juin 1921, est aujourd'hui reconnu pour de l'or provenant en grande partie de Russie. M. Wollroth, directeur de l'Hôtel des Monnaies de Suède, a déclaré que, depuis le mois de janvier 1921, la Monnaie suédoise a reçu et fondu environ 70 tonnes d'or russe, auquel elle a apposé, après manipulation, son poinçon de garantie. Le poinçonnage suédois, après refonte, a donné à cet or sa capacité marchande aux Etats-Unis, où la plus grande partie en a été expédiée. Soixante-dix tonnes d'or à 900 millièmes de fin représentent environ 10 millions de livres sterling à 104 shillings par once. Ceci rend compte d'environ 40 millions de dollars d'or reçus indirectement de Russie par l'Amérique, et il n'est pas douteux qu'au moins 60 millions de dollars d'autre or russe ont pénétré aux Etats-Unis par la voie de la France, de la Suisse et d'autre pays. »

Depuis le mois de juin, où ces lignes étaient écrites, le mouvement a continué.

L'explication est-elle entièrement satisfaisante? Rend-elle compte à elle seule du gros chiffre de métal jaune reçu de France? Il est difficile de l'assurer. On ne peut s'empêcher de craindre que les pays européens, tentés par les hauts cours du change américain, ne cherchent à se débarrasser de l'or thésaurisé pendant la guerre, — surtout quand l'interdiction de la vente à l'intérieur leur enlève tout autre espoir d'en tirer profit.

Quoi qu'il en soit, dans le même temps où les réserves européennes achèvent de se vider, l'encaisse-or des Banques fédérales de réserve s'est formidablement accrue. De 2,059 millions de dollars au 30 décembre 1920, elle a passé à 2,869 millions au 28 décembre dernier. C'est un gain de **810 millions de dollars.**

* * *

Il reste à nous demander : Combien de temps ce phénomène durera-t-il?

La réponse est évidente : Il durera aussi longtemps que la présente situation des changes continuera. Tant que les producteurs d'or trouveront à New-York le prix le plus avantageux pour leur métal, tant que le dollar fera prime sur les autres monnaies et que

les Hôtels des Monnaies américains seront librement ouverts à leur production, c'est à New-York qu'ils l'enverront.

Mais une nouvelle question se pose aussitôt : Faut-il attendre que le rétablissement des changes s'effectue de lui-même, ou n'existe-t-il aucune politique par laquelle soit la date de ce rétablissement puisse être hâtée, soit la distribution de l'or puisse, dès à présent, être modifiée en vue d'une reconstitution ultérieure et plus rapide des stocks?

On entrevoit, tant du côté des Etats-Unis que du côté des pays à change déprécié, deux politiques possibles.

Du côté des Etats-Unis, l'alternative qui se pose est la suivante : ou bien continuer à servir de réceptacle à tout l'or du monde, sans se préoccuper des conséquences, en envisageant le fait comme un phénomène naturel, contre lequel aucune défense n'est possible; — ou, au contraire, considérer l'afflux de l'or comme un phénomène passager et transitoire et se préoccuper, dès à présent, de préparer le retour à l'Europe de l'or inutile et encombrant dont l'Amérique, sans cela, risque d'être submergée.

Du côté des Etats- européens privés de métal jaune, deux programmes également peuvent être envisagés : l'un consiste à attendre patiemment le retour à la parité d'avant guerre, en mettant tout son espoir dans un retournement prolongé de la balance des comptes, et à laisser dans l'intervalle l'or s'accumuler aux Etats-Unis. L'autre programme consiste à aller au plus pressé, à saisir la première occasion d'une balance favorable des comptes pour stabiliser le change, à choisir une parité métallique correspondant aux nouvelles circonstances, et à permettre ainsi la libre entrée et la libre sortie du métal à la date la plus rapprochée.

Ce sont les diverses alternatives, leurs avantages et leurs inconvénients, qu'il nous reste à examiner.

VI

Les Etats-Unis doivent-ils prêter leur Or?

Le problème que pose aux Etats-Unis l'afflux d'or actuel est unique dans l'histoire monétaire du monde.

Après avoir pratiqué, au cours de l'année 1920, une énergique politique de déflation du crédit, — après avoir poursuivi, par tous les moyens, l'abaissement des prix et le relèvement du pouvoir d'achat du dollar, — les voilà menacés d'une forme nouvelle d'inflation, l'inflation métallique, avec ses inévitables conséquences : hausse des prix, essor du crédit, dépréciation de l'or. A plus d'une reprise, la proposition a été faite, dans les pays à change apprécié, d'abaisser artificiellement la valeur surélevée de leur monnaie en émettant du papier. La Suisse a connu de telles suggestions, qui, toujours, ont été repoussées. Or, voici que les échanges, par leur développement naturel, provoquent cette inflation redoutable, qu'à tout prix l'on voulait éviter.

* * *

La première pensée des Etats-Unis a été de se débarrasser de cette richesse encombrante.

Cet or n'est-il pas un simple dépôt momentané, destiné ultérieurement à être restitué aux nations qui l'ont fourni? Ne pourrait-on, dès à présent, le mettre à leur disposition? Un prêt-or destiné à refaire leurs systèmes monétaires avariés ne serait-il pas pour elles le salut? Une grande banque au capital de 500 millions de dollars-or, par exemple, émettant en Europe des billets représentant de l'or (1) ne résoudrait-elle pas la difficulté de la manière la plus élégante?

Tel est le fond des propositions surgies depuis plusieurs mois, dont la plus connue est celle de M. Vanderlip, et dont la plus récente est celle du sénateur Owen, de l'Oklahoma, venu tout exprès en Europe pour la défendre. Aux Etats-Unis, ces propositions ont trouvé de nombreux avocats. Le contrôleur de la circulation, M. Criessinger, l'a préconisé dans de nombreuses conférences. Le « Bulletin du bureau fédéral de réserve » se plaçait, dans l'un de ses derniers numéros, au même point de vue et déclarait que cette conception dictait « la politique à adopter en ce qui concerne les ressources des banques fédérales de réserve » (2).

* * *

Ce serait s'illusionner singulièrement que d'imaginer rétablir la situation par de semblables projets.

L'effet immédiat ne sera certainement pas celui qu'on attend.

Il ne suffit pas de fournir un stock d'or à l'Europe. Il faut que cet or consente à y rester.

Pour cela, deux conditions sont nécessaires : d'abord, une balance des comptes en équilibre; secondement — et ceci suppose la première condition déjà réalisée — cet équilibre établi aux environs de la parité métallique des monnaies. Peu importe, d'ailleurs, que cette

(1 La remboursabilité ne serait pourtant pas immédiate.
(2) Bulletin de janvier 1922, pages 3 et 4.

parité soit celle d'avant guerre, ou une parité nouvelle adaptée aux nouvelles circonstances. Nous aurons à examiner ce point, en ce moment secondaire. Il suffit, à cet endroit de notre discussion, de rappeler ces deux conditions indispensables d'un retour à l'or, et la primauté de la première.

Or, la balance des comptes est-elle réellement équilibrée pour aucun pays d'Europe? Qui oserait le soutenir? Chez les plus favorisés, tels l'Angleterre ou la France, l'équilibre est encore précaire, à la merci du moindre incident. De sorte que, si même ces pays adoptaient, dès aujourd'hui, pour leurs monnaies, une parité nouvelle correspondant au cours moyen du dollar chez eux, l'or, suivant toute vraisemblance, repartirait à la première occasion pour les Etats-Unis.

A moins, toutefois, que les bénéficiaires éventuels des prêts d'or américain ne veuillent suivre l'exemple des pays scandinaves, de la Hollande ou de la République Argentine, et ne ferment leurs frontières à l'or qui s'échappe... Auquel cas leurs changes, comme le démontre l'actuelle expérience de ces pays, ne seraient pas plus stabilisés que s'ils n'avaient point d'or. Ce n'est pas précisément ce que l'on vise.

* * *

L'erreur des projets dont nous parlons, c'est de s'arrêter aux apparences au lieu de s'attaquer à la difficulté véritable. Celle-ci est beaucoup moins d'ordre monétaire que d'ordre **économique.** L'obstacle à la stabilisation des changes, c'est le déséquilibre de la balance des comptes. C'est à son rétablissement qu'il faut d'abord s'attacher. Celui-ci obtenu, la condition « sine qua non » de la stabilisation sera donnée. Il sera temps de discuter alors à quel taux de change cette stabilisation doit se faire. Les uns pourront préférer telle parité, les autres telle autre. En tous cas, la possibilité d'une stabilisation existera.

A l'heure actuelle, la balance des comptes de la plupart des pays d'Europe est anormalement déficitaire. Celle des Etats-Unis est anormalement créditrice. Un calcul récent du « Bulletin fédéral de réserve » évaluait à **trois milliards** de dollars la créance exigible et non compensée des Etats-Unis sur le reste du monde, telle qu'elle résulte des transactions de ces trois dernières années.

Cette situation ne peut pas durer.

Les Etats-Unis ne peuvent pas conserver à la fois un excédent d'exportations sur leurs importations, et un excédent de coupons ou de frets maritimes à percevoir. Il faut, puisqu'ils sont devenus, à l'exemple de l'Angleterre ou de la France d'avant guerre, un grand pays prêteur, qu'ils consentent — comme l'Angleterre, la France ou l'Allemagne d'avant guerre — à laisser leurs importations dépasser leurs exportations. Comment compenseraient-ils sans cela les dividendes et intérêts de toutes sortes dont ils sont devenus créanciers? Peut-être préféreraient-ils importer plus d'immigrants, ou expédier à l'Europe plus de touristes : ce sont aussi des méthodes de compensation. Mais elles ne peuvent se pratiquer sur une échelle suffisante pour dispenser les Etats-Unis de réduire sensiblement l'écart positif entre leurs exportations et leurs importations.

Cet inévitable passage d'un excédent d'exportations à un excédent d'importations — passage qu'ont dû franchir tous les pays qui se sont faits les banquiers du reste du monde, — les Etats-Unis ont un moyen bien simple de le préparer : c'est de faire de larges crédits à l'Europe.

Non pas, bien entendu, des crédits en or effectif, dont l'Europe n'a que faire, mais des crédits sous forme de machines, de matières premières, de produits demi-ouvrés, de rails de chemins de fer, etc., toutes choses qui contribueront à l'expansion de la production européenne, hâteront ainsi l'exportation des marchandises européennes et, par suite, le retour, nécessaire pour les Etats-Unis eux-mêmes, de la balance des comptes européenne à l'équilibre.

En un mot, ce dont l'Europe a besoin, ce n'est pas de l'or américain, c'est de l'**épargne** américaine. L'épargne américaine, tout en se dépensant en Amérique, doit se mettre au service de l'Europe, comme autrefois l'épargne européenne s'est mise au service des Etats-Unis. De même que l'Europe en favorisant l'essor de l'Amérique, à laquelle elle a fourni les moyens d'exploiter son propre sol, s'est créé non seulement un concurrent mais un grand acheteur, — de même, l'Amérique en soutenant l'Europe relèvera, sans doute, un concurrent momentanément ruiné, mais s'assurera surtout un vaste et précieux débouché. Et du même coup elle atteindra son but : l'équilibre des changes et leur stabilité.

* * *

L'Europe n'a que faire, pour l'instant, de l'or américain. Il sera temps de le demander quand, la balance des comptes étant rétablie, on pourra songer à la reprise de la libre circulation du métal.

Non seulement l'Europe n'en a que faire, mais il est de son intérêt que l'Amérique le garde.

C'est la dernière observation qu'il nous reste à présenter.

Il n'est jamais prudent de contrecarrer les courants commerciaux spontanés. Leurs ressorts profonds sont, en général, trop intimement liés à la nature des choses pour qu'on en puisse efficacement entraver l'action.

L'afflux de l'or aux Etats-Unis servira justement à ramener à une situation plus normale les échanges de ceux-ci avec l'Europe, — seule chose, nous l'avons dit, qui importe véritablement. Par quel moyen? Par l'intermédiaire de la hausse des prix, d'une part, et, d'autre part, par les facilités de crédit que cet or même créera chez nos vaillants associés.

L'augmentation du pouvoir d'achat des Américains ne peut que profiter aux Européens. Elle incitera les premiers à acquérir plus de marchandises européennes; elle les conduira à participer, par leurs capitaux, aux entreprises européennes.

L'idée de rendre à l'Amérique l'or qu'elle lui envoie ne serait jamais venue à l'Amérique, si elle était encore à l'ancien système des banques multiples, sous lequel elle a vécu jusqu'en 1913.

Que se serait-il passé, en effet, si les Etats-Unis n'avaient pas trouvé, dans leurs banques fédérales de réserve, le moyen de réaliser la concentration des stocks de métal jaune, et, par suite, d'en diriger l'emploi au mieux de leurs intérêts?

L'or mondial, appelé par la faveur des changes, se serait dispersé entre la multiplicité des banques qui existaient alors. Celles-ci se seraient empressées de le remettre en circulation, ou d'échafauder des crédits sur cette base élargie. La hausse des prix s'en serait immanquablement suivie, et la dépréciation de l'or aux Etats-Unis aurait aussitôt exercé sur les changes européens une action favorable.

Ce processus eût été, sans aucun doute, bienfaisant. Il aurait efficacement servi la cause de l'équilibre du commerce international.

L'existence des banques fédérales de réserve, depuis 1913, et la concentration métallique qu'elle a provoquée doivent-elles permettre aux Etats-Unis de se soustraire à ce processus naturel, pour éviter un inconvénient momentané?

Nous ne le croyons pas. Une banque centrale d'émission peut guider et contrôler la marche spontanée des phénomènes économiques. Elle aurait le plus grand tort de se mettre en travers. Il est fort douteux qu'elle y réussisse.

Non seulement l'or qu'on propose de nous envoyer ne resterait pas en Europe, mais cet envoi ne ferait que retarder l'heure où sera réalisé enfin l'objet légitime que le monde entier poursuit : la stabilisation des changes et le retour naturel (et par là même définitif) à l'étalon d'or.

* * *

Nous avons cherché à définir ce que nous paraît devoir être la politique monétaire des Etats-Unis.

Il nous reste à préciser quelle attitude conseille aux nations européennes la nécessité d'un retour rapide à l'étalon d'or.

VII

Anciennes ou nouvelles Parités métalliques?

L'expérience démontre que l'or ne recommence à pénétrer dans un pays qu'une fois les changes revenus à la parité métallique. De là, la vanité des solutions tendant à l'y faire revenir artificiellement. Ou bien il ne s'y maintient pas, ou bien enfermé dans les caveaux, il ne sert de rien. C'est ce qui condamne les offres d'or américaines.

L'expérience démontre aussi qu'à peine les changes revenus à la parité et devenus favorables, l'or afflue de nouveau. On vient de s'en apercevoir en Suisse, où, depuis le mois de janvier, le franc helvétique faisant prime sur le dollar, on voit affluer les lingots et les pièces d'or circuler de nouveau dans le public.

Le retour à l'or ne peut donc être que le couronnement d'un retour préalable à l'équilibre économique. Il est l'aboutissement, non le point de départ, d'une évolution prolongée. Constatation décevante pour certaines personnes qui croient ou laissent croire à des remèdes spécifiques. Raison de plus pour affirmer que les maladies du change sont des maladies chroniques, que seule peut guérir une bonne hygiène économique.

* * *

Est-ce à dire qu'il n'y ait qu'à laisser faire, et que toutes les routes s'équivalent.

Certes non.

Nous venons de dire : retour des changes à la parité métallique. De quelle parité s'agit-il? De la parité ancienne ou des parités nouvelles?

C'est là-dessus que devra s'exercer le choix de l'Europe.

La question peut être débattue avec d'autant plus de liberté que l'alternative ne se pose encore avec urgence devant aucun des grands pays. Les uns sont en pleine inflation; ils sont par là même exclus du débat. Quant aux autres, ceux qui, ayant enrayé l'inflation, peuvent envisager une politique monétaire à plus longue échéance, deux circonstances leur interdisent d'aborder actuellement le problème : d'une part, la crise économique qui en fausse les conditions; d'autre part, l'instabilité financière et politique internationale, qui, tant qu'elle durera, empêchera toute prévision un peu lointaine.

Dès à présent, cependant, les éléments d'une solution éventuelle méritent d'être examinés.

* * *

Le retour à l'ancienne parité est un bel idéal. Il faut bien mesurer, néanmoins, ce que ce retour suppose et de quel prix on devra le payer.

Dans la présente situation des changes deux influences confondent à chaque instant leurs effets : l'état momentané de la balance des comptes; la dépréciation monétaire acquise.

Faire la part exacte de chacune est impossible. On peut admettre, néanmoins, que dans les pays dont la balance des comptes a retrouvé son équilibre (pourvu que cet équilibre apparaisse durable), la dé-

préciation moyenne du change qui persiste après ce retour est l'effet de la détérioration monétaire. C'est le legs de l'inflation fiduciaire antérieure (que nous supposons définitivement arrêtée). Entre deux pays dont la balance des comptes est à peu près d'aplomb, l'écart moyen de leur change par rapport à la parité métallique exprime en gros (nous ne disons pas « mesure », ce qui serait trop précis et dépasserait notre pensée) le degré différent de dépréciation intrinsèque de leur monnaie.

Traçons, par exemple, les courbes de la perte au change à New-York du franc et de la livre sterling. On s'aperçoit aussitôt que, depuis deux ans environ, les deux courbes se maintiennent à une distance moyenne sensiblement constante. L'écart moyen de chacune par rapport à la ligne zéro, qui correspond à la parité, traduit la dépréciation intrinsèque des deux monnaies par rapport au dollar. L'écart moyen qui les sépare elles-mêmes traduit la différence de degré de cette dépréciation. Bien entendu, ces deux courbes fluctuent sans cesse. Ces fluctuations sont dues aux variations de la balance des comptes. Mais elles ont lieu autour d'une ligne idéale dont la direction est à peu près horizontale et tend même à se relever légèrement. C'est cette ligne idéale qui exprimera la part de dépréciation due au facteur proprement monétaire, si l'équilibre actuellement constaté de la balance devient définitif.

Ceci admis — et nous rappelons une fois de plus que seule l'expérience prochaine révélera ce qu'il y a de provisoire ou de définitif dans la situation actuelle — que faudra-t-il pour que cette ligne idéale se relève au point de rejoindre la parité ancienne?

Evidemment, il ne suffira pas que la balance des comptes soit en équilibre, puisque cette hypothèse est déjà réalisée. Il faudra qu'elle présente en permanence un solde créditeur.

Ce solde créditeur ne pourra se maintenir lui-même que par un effort soutenu d'exportation, continué à travers de nombreuses années — effort d'exportation correspondant à l'effort d'importation que nous demandions, plus haut, aux Etats-Unis de favoriser et d'entretenir chez eux.

Un tel effort d'exportation peut être provoqué de deux manières :

1. Par une réduction énergique des prix de revient, grâce à l'application continue et systématique des méthodes scientifiques à toutes les branches de l'activité industrielle, agricole et commerciale; — effort bienfaisant, où résident, à nos yeux, tous les espoirs de l'avenir;

2. Par une réduction directe de la circulation monétaire, qui, en abaissant le niveau général des prix, rendra plus attrayant pour les acheteurs étrangers le marché où il se produira.

Le premier moyen n'a que des effets utiles, puisqu'il se traduit dans tous les cas par une production accrue.

Le second moyen n'a pas nécessairement ce résultat. Et c'est pourquoi son application, si elle est possible pendant quelque temps, et jusqu'à ce que la balance des comptes soit rétablie, risque, en se prolongeant, de devenir plus nuisible qu'utile. Or, c'est une longue et persistante politique de déflation que suppose le retour au pair d'un étalon déprécié, non par des circonstances momentanées, mais par un état de choses prolongé.

Au cours de l'Histoire, les réformes du change n'ont généralement impliqué que les relations d'un seul pays avec le reste du monde. Dans la situation présente, c'est l'Europe tout entière qui est en jeu. Le monde entier peut aisément absorber le surplus d'exportation d'un seul pays. Mais les débouchés s'ouvriront-ils aussi aisément

devant un effort de l'Europe entière pour vendre plus qu'elle n'achète? Rien n'est moins sûr.

A vrai dire, l'effort ne sera pas tenté par l'Europe entière. Dès à présent, un grand nombre de pays n'attendent que le moment de stabiliser leur monnaie par l'établissement d'une nouvelle parité.

L'expérience montrera si les avantages de cette stabilisation — et les possibilités de retour à l'or qu'elle comporte — n'exerceront pas un certain attrait sur les nations qui, à l'heure actuelle, se montrent les plus décidées à revenir à l'ancienne parité.

En tous cas, l'alternative se posera nécessairement un jour ou l'autre pour toutes : faudra-t-il se résigner à accepter une nouvelle parité, ou continuer à pratiquer des exportations forcées?

Disons-le franchement. A notre avis les nations européennes auraient tort de faire la petite bouche. La possibilité du retour à l'or une fois donnée — et elle le sera par une balance des comptes en équilibre — elles feront sagement de la saisir au vol. Le mieux peut être parfois l'ennemi du bien. Il ne faut pas laisser le « mieux » monétaire entrer en conflit avec le « bien » essentiel, qui est la production.

* * *

Hâtons-nous de répéter, pour éviter de fausses interprétations, ce que nous disions au début : la question, pour le moment, ne se pose pas encore; c'est le problème de l'avenir. Il était nécessaire, seulement, d'en bien préciser les termes.

Mais le problème du présent reste l'obtention d'abord, le maintien ensuite, d'une balance favorable des comptes. L'une et l'autre impliquent un certain nombre de conditions économiques dont l'exposé formera a conclusion de cette étude.

VIII.

Le Retour à l'Or par la Liberté économique.

L'examen du problème du retour de l'or nous a conduit à une double constatation :

1. Il n'existe pas de combinaison monétaire internationale — banque d'émission mondiale ou autre — qui puisse actuellement hâter le retour à l'étalon d'or. C'est à chaque nation à préparer ce retour par ses propres moyens.

2. Ces moyens — et c'est notre seconde constatation — sont présentement de nature **économique** bien plutôt que **monétaire.**

La réforme monétaire se contentera de parachever au moment propice une évolution essentiellement commerciale, tendant à réaliser d'abord, à consolider ensuite l'équilibre de la balance des comptes. Elle constituera non un point de départ, mais un couronnement. Ce n'est pas l'afflux de l'or qui rétablira les changes. C'est le change rétabli qui ramènera l'or — et avec l'or la stabilité définitive.

Conclusion peut-être décevante pour les faiseurs de systèmes, — mais qui oriente vers les solutions efficaces ceux qui n'ont point de goût pour les chimères.

Que signifie-t-elle, en effet? Simplement ceci : que le problème monétaire n'est qu'un des éléments d'un problème plus large, — la reprise et l'extension des relations internationales.

C'est sur ce point que nous voudrions attirer l'attention.

* * *

Ecarter toute combinaison monétaire internationale, ce n'est pas, en effet, nier le caractère international du problème monétaire. Bien au contraire : c'est seulement repousser les méthodes artificielles pour revenir à la seule méthode naturelle dont l'expérience en matière international ait, jusqu'ici, démontré l'efficacité : la méthode de la liberté.

Si l'on veut hâter l'heure où l'ancien étalon métallique international reprendra dans le monde sa traditionnelle et bienfaisante fonction, le seul moyen pratique consiste à rétablir le plus tôt possible, dans l'échange des marchandises, des capitaux et des hommes, la liberté que la guerre a détruite.

Car, de quoi s'agit-il, au fond, quand on parle de revenir à l'équilibre de la balance des comptes?

Il s'agit, pour chaque pays, de rétablir entre ses ventes et ses achats, entre ses emprunts et les crédits qu'il accorde, entre son immigration et son émigration, entre ses transports maritimes et ses industries d'importation et d'exportation, entre sa production agricole, manufacturière et minière, un ensemble de rapports tels que ce pays puisse, au total, vis-à-vis de l'ensemble des nations étrangères, compenser à chaque instant ses dettes exigibles par ses créances.

Nous le demandons. Est-il un problème d'une plus effrayante complexité? Est-il au pouvoir d'aucun gouvernement, supposé même omniscient, d'imposer les moyens de le résoudre, alors que sa solution ne peut se concevoir que par le jeu de milliers et de millions d'adaptations individuelles, s'effectuant en fonction les unes des autres? On ne peut réclamer du pouvoir qu'une seule chose : ne pas troubler par ses interventions les processus spontanés d'ajustement que les mouvements naturels des prix et l'intérêt des producteurs déclancheront d'eux-mêmes.

La pire des interventions, c'est l'intervention monétaire. Ici, l'abstention suffira. Mais, ce point acquis, il reste encore un devoir positif : c'est de rétablir la libre circulation des marchandises, des capitaux et des hommes, actuellement entravée par des prohibitions sans nombre.

* * *

La libre circulation des marchandises est la condition primordiale de tout retour à l'équilibre des changes.

Au lieu de conférences monétaires, capables tout au plus de distribuer d'inutiles conseils de perfection, l'heure est venue de convoquer des conférences commerciales internationales, dont l'objet précis serait de se concerter pour enrayer la course folle aux augmentations de tarifs, seule forme de concurrence que les grands et les petits Etats paraissent encore vouloir admettre entre eux.

Retour aux traités de commerce, conclus non pour restreindre mais pour étendre au plus grand nombre possible de produits la liberté des échanges, — constitution d'unions douanières élargissant les frontières économiques au delà des frontières nationales, trop étroites pour l'ampleur des transactions modernes, — abandon de la funeste autonomie douanière, instrument de continuelles et pernicieuses élévations de droits, — lutte sans merci contre l'absurde prétention à l' «autarchie» économique, — retour au vieux principe que la concurrence internationale est essentiellement, et sauf quelques cas très rares, une concurrence entre particuliers, où l'Etat n'a pas plus à intervenir que dans la concurrence intérieure : — voilà le programme sur lequel une entente devra se faire.

Laissé à lui-même, sûr du lendemain, protégé contre les intrusions abusives et les variations incessantes de tarifs, le commerce international trouvera sans peine les voies par lesquelles pourront s'équilibrer les créances et les dettes de chaque pays.

La liberté **financière** n'est pas moins essentielle.

Avant la guerre, les déficits momentanés de la balance des comptes étaient comblés avec une merveilleuse aisance par le flux et le reflux des titres internationaux et des capitaux à court terme, s'écoulant d'une place à l'autre aux moindres variations du change ou de l'escompte.

La balance proprement commerciale comprend des éléments trop lents à se déplacer. Les allées et venues de capitaux à court et à long terme en sont l'indispensable complément. La souplesse et l'élasticité de leur allure en font les agents par excellence du rétablissement rapide des changes.

Ici encore les gouvernements ne se résignent pas à laisser tomber un contrôle dont les maigres avantages fiscaux ne compensent pas les immenses inconvénients économiques. La France, par exemple, maintient jalousement le principe de l'autorisation pour la sortie des capitaux et des titres, — alors que le niveau de son change actuel constitue par lui-même une barrière plus que suffisante. Or, ce système écarte fâcheusement l'entrée des capitaux étrangers, que l'amélioration même du change français attirerait en plus grand nombre, si la crainte de ne pouvoir les rapatrier ne les retenait pas. La liberté n'est pas moins nécessaire ici que sur le marché des rentes, où l'impossibilité de vendre est le plus grand obstacle aux achats.

En matière financière, comme en matière commerciale, il faut faire de nouveau confiance à la liberté.

La guerre, enfin, n'a pas seulement laissé sa trace dans les entraves à la circulation des marchandises et des capitaux. Elle a limité — chose grave — la circulation des hommes, qui, jusqu'alors, au moins en Europe, était restée libre.

On sait que le régime des passeports permet à certains pays de suspendre à leur gré l'entrée de la main-d'œuvre étrangère, par le simple refus des visas consulaires. Le protectionnisme ouvrier, — qui n'est pas moins jaloux ni moins borné que le protectionnisme des entrepreneurs, — a trouvé, en France, par exemple, dans le ministère du travail, un appui, qui s'exerce naturellement en sens inverse de la liberté. Nous admirons, quant à nous, la sécurité de conscience avec laquelle des administrateurs, dont les lumières ne sont probablement pas supérieures à celles du reste des hommes, prennent sur eux de décider que telle ou telle industrie sera privée à tel moment de telle catégorie d'ouvriers étrangers. La main-d'œuvre étrangère ne prend généralement pas la place de la main-d'œuvre nationale. Elle vient presque toujours suppléer des catégories d'ouvriers qui font défaut dans le pays d'immigration. L'atteinte à la liberté tourne donc ici encore au détriment de la production. Elle laisse oisifs au pays natal des bras qui voudraient s'employer. Elle suspend, dans le pays qui les repousse, des travaux qui ne pourront s'accomplir sans eux. Quel profit peut bien en tirer la balance des échanges réciproques?

* * *

La liberté des transactions internationales, telle est, en fin de compte, la seule voie sûre qui puisse ramener à l'équilibre la balance des comptes des nations européennes, bouleversée par la guerre.

Ce retour une fois accompli, les conditions se trouveront mûres pour la partie proprement monétaire de la réforme.

Les décisions qui interviendront alors porteront essentiellement sur deux points :

Le premier — que nous avons déjà examiné — sera de savoir à quel taux de change la stabilisation définitive se fera. Choisira-t-on une parité nouvelle? Rétablira-t-on l'ancienne parité? Nous ne revenons pas sur cette question traitée précédemment.

Le second point — dont nous n'avons rien dit encore, et qui préoccupe beaucoup de publicistes — consiste à savoir si, les conditions de stabilisation du change étant données, tel pays devra revenir à l'étalon d'or effectif, ou se contenter de ce qu'on appelle l' «étalon d'échange d'or ». Le pays, supposé prêt pour la réforme, devra-t-il, en d'autres termes, s'assurer un approvisionnement propre de métal jaune, ou se contenter de maintenir à l'étranger des réserves convertibles en or à volonté?

Beaucoup d'économistes, en Angleterre, en Scandinavie, en France et ailleurs, prévoient, dès à présent, la généralisation de ce dernier système, que rendront nécessaire à leurs yeux les résistances à prévoir de la part des pays à gros stocks métalliques, quand commencera l'appel d'or de la part des pays à change actuellement avarié.

L'examen de cette hypothèse est vraiment prématuré. La situation présente est trop confuse pour qu'il convienne de prévoir l'avenir de trop loin. Une chose est certaine. Au cours des prochaines années, les grandes banques centrales d'émission seront toutes amenées par la force des choses à intervenir plus ou moins sur le marché des

changes. Sans prétendre les contrôler, — chose impossible, — elles chercheront à rétrécir, tout au moins, les limites extrêmes de leurs fluctuations. Elles s'habitueront ainsi à l'emploi normal de procédés qui, avant la guerre, paraissaient tout à fait exceptionnels; elles trouveront des méthodes d'approvisionnement qui les dispenseront peut-être d'un stock d'or aussi puissant que celui d'autrefois. Un régime analogue à celui qu'a pratiqué de 1892 à 1914 la Banque d'Autriche-Hongrie se généralisera peut-être en Europe.

C'est tout ce qu'il y a lieu de dire pour l'instant. Les régimes monétaires du passé se sont formés grâce à des adaptations successives aux nécessités variables de la production et des échanges. Cette souplesse d'organisation ne leur fera pas défaut, espérons-le, dans l'avenir.

* * *

Pour le présent, ce qui importe, c'est la stabilisation des relations économiques internationales. C'est la tâche d'aujourd'hui. Elle ne peut s'accomplir que par la liberté.

Nous n'ignorons pas ce que le mot de liberté — autrefois si sûr de l'unanime acclamation — provoque aujourd'hui de scepticisme chez beaucoup d'esprits. Ce scepticisme est injustifié.

Que la liberté économique ne soit pas une utopie, qu'à travers tous les obstacles elle finisse par triompher comme la seule solution pratique des problèmes internationaux, — lesquels comportent la colaboration de millions d'hommes et d'intérêts divers, — c'est ce que vient encore de démontrer la solution toute récente du problème des réparations en nature. Après avoir hésité entre les méthodes les plus variées, après avoir constitué d'abord des organes administratifs compliqués et massifs, destinés à régler les commandes et les livraisons entre les Alliés et l'Allemagne, — à quoi finalement vient-on d'aboutir? A laisser, comme autrefois, les acheteurs et les vendeurs s'entendre librement entre eux. Il a fallu près de trois ans pour atteindre une solution que tous les esprits avisés, conscients de l'infinie complexité des relations commerciales, avaient, dès l'abord, envisagée comme la seule possible. Mais le temps ne fait rien à l'affaire. L'essentiel c'est qu'on y soit arrivé.

Le problème de l'équilibre de la balance des comptes entre l'Europe et les Etats-Unis, d'une part, — et pour chaque nation d'Europe en particulier, — est un problème du même ordre, quoique plus complexe encore. Il se résoudra de la même façon. Une fois écartées, comme impraticables, toutes les utopies monétaires, on s'avisera que la voie la plus courte vers l'étalon monétaire international, c'est encore la collaboration commerciale et financière internationale, telle que seule la liberté peut l'établir.

Cette collaboration rencontre des obstacles. Nous le savons. Ce n'est pas seulement du scepticisme que suscite le mot de liberté, c'est, dans certains milieux, une hostilité profonde. Le nationalisme économique, qui sévit dans tous les Etats, est un obstacle formidable à la solution des difficultés dont chacun se plaint, tout en les aggravant pour son compte.

Il n'en faut que plus énergiquement redire et proclamer cette simple vérité :

A chaque fois que disparaît l'une des barrières que la guerre a graduellement dressées entre les peuples du monde, c'est un progrès qui s'accomplit vers le retour à l'étalon d'or et à la stabilité des changes.

TABLE DES MATIÈRES

Pages

Avant-Propos 3

I. — La redistribution des réserves d'or dans le monde . . 5

II. — Circulation de papier et réserves monétaires 10

III. — Le retour à l'or par la déflation 15

IV. — La reconstitution des stocks métalliques 19

V. — La concentration de l'or aux Etats-Unis 23

VI. — Les Etats-Unis doivent-ils prêter leur or? 27

VII. — Anciennes ou nouvelles parités métalliques? . . . 31

VIII. — Le retour à l'or par la liberté économique 34

Impr. Rossel et Cie, Bruxelles.

23694

END OF
TITLE